

浅论我国投资中中央银行的宏观参与

厦门大学 江曙霞 何应文

一、中央银行在投资中所能控制的是投资需求

投资的含义不仅指新建项目本身,而且指将货币转化为资本以取得利润的行为。因此,投资需求的增减反映在货币上就是货币量的增减。投资引起的货币量增减对社会经济生活的影响有下述几种情况:

第一,在投资需求增加引起的社会总需求的增加与潜在的生产要素相适应的情况下,会导致社会生产的发展,实际产出增加,市场商品供给量增加,而不会对物价水平产生太大的影响。这里的“潜在生产要素”指的是与现有的生产力水平和生产结构、社会经济制度等因素相适应的,短期内可被开发利用并能创造出新的物质产品供给市场的生产要素。

第二,在投资需求增加所引起的社会总需求的增加量超过了潜在的生产要素量的情况下,一方面会引起生产的发展,实际产出的增加;另一方面则会引起物价水平的上涨。因为适量的货币已经将潜在的生产要素动员起来,转化为现实的生产要素,投入再生产过程之中,而多余的那一部分投资需求并没有实际的生产要素与之对应,因而形成了过度需求。这部分剩余需求必然会冲击社会再生产过程,从而引导一般物价水平的上升。

第三,投资需求增加所引起的社会总需求的增加与潜在的生产要素在量上相适应,而在比例上、结构上不相适应。在这种情况下,若投资需求增加,也只能部分地把潜在的生产要素动员起来,投入到现实的生产过程中去,扩大生产规模,增加实际产出,另一部分潜在的生产要素会被闲置起来。新增的、不能对应的这部分总需求由于结构、比例的不合理而成为过多的货币,从而引起物价水平的提高:首先是紧缺商品或资源的价格上涨,然后波及或带动一般物价水平的上涨。如果增加的投资需求与潜在的生产要素在比例结构上完全不适应,那么在短期内产量对货币的弹性趋近于0,而物价对货币的弹性趋近于1。

第四,总需求不变时,投资需求与消费需求的配置比例变动有比较特殊的结果。总需求包含投资需求与消费需求,在总需求一定的情况下两者彼此消长。由于消费需求直接关系到人民的生活和社会政治的安定,具有刚性,即使消费资料不够,也要以往年度的积累或借债来满足人民的生活需求。相反,如果当年国民收入高速增长,考虑到以后年度的收入增长速度可能放慢,为避免人民生活的大起大落,也不宜让消费需求随国民收入的波动而同幅波动。

所以对投资需求的宏观调控,既要考虑量的因素,又要考虑比例、结构因素,同样也要考虑消费需求和社会安定的因素。中央银行的货币政策能够调整的是社会总需求,而无法调节社会总供给。因此,中央银行在投资的宏观管理参与中,只能通过调节投资需求而间接影响投资供给,达到供需均衡。中央银行为主控制的是货币量,是量的因素。因此,其他如比例、结构、消费需求等还要通过几个传导环节才能达到,有的还要求非市场手段的配合才更

加有效。

二、我国目前投资中存在的问题分析

当前的投资活动究竟存在哪些问题？这是我国加强投资的宏观管理必须首先认真审视的。我们认为，当前投资中存在的问题可以归结为两点：第一，中国现实的有效投资不足而名义投资急剧膨胀；第二，投资结构失调。

在前段时期，我国经济理论界一直呼吁政府和社会抑制投资膨胀。产生这种看法的原因主要在于片面评价投资：一是颠倒因果关系。价格上涨与投资膨胀，投资效果恶化与投资膨胀，货币发行量与投资膨胀，这几对关系中，究竟何者为因？何者为果？在笔者看来，是价格上涨导致投资膨胀，是投资效果恶化导致投资膨胀，是货币发行过多导致投资膨胀。把一切过失都归咎于投资膨胀实际上是倒果为因。二是未能将名义投资与有效投资区别开来。名义投资中“水分”太多，有效需求潜在不足是我国投资中一个突出的问题，我国经济现实中广阔的经济背景是：一个起点很低的发展中国家，面对雄心勃勃的经济发展目标，形成投资潜在不足；我国经济中存在的结构矛盾，使人们得出投资膨胀的虚假印象。我国当前投资存在的问题不是投资膨胀，而是投资不足；我国投资结构性失衡，则既表现为贫困落后地区投资不足，又表现为生产投资不足；生产投资中又有一种不正常倾向，即固定资产投资的流动资产配备不足；另外，资金大量积压在在建项目上。

我国有效投资不足的原因大抵如下：

（一）物价上涨引起投资成本增长，使得名义投资急剧增加。物价上涨在我国近几年来已经成为事实，原材料价格成倍或多倍上涨是原材料短缺、价格双轨和消费膨胀引起货币发行增加等因素共同造成的。物价上涨引起投资成本增长，名义投资膨胀，反过来，这种投资膨胀又通过投资机制和消费心理推动新一轮的物价上涨。

（二）投资效果下降，使得有效投资规模不足。经济体制改革后，我国的投资主体由一元向多元转化。但是，相应的宏观经济调控机制没有建立和健全，投资的责、权、利没能紧密配合，投资权益的扩大与投资风险的承担不对称，所以社会上普遍出现“投资饥饿症”。投资主体盲目投资和对投资效果不负责任，淡化了投资的有效性，也使投资资金中的很大一部分转移到消费上。

我国投资结构失衡的原因主要是无法约束投资主体的短期化行为并加以引导。对投资主体来说，投资利润最大化本是它的最终目的。但是，由于没有有效的机制约束，无法导入宏观经济发展方向。宏观投资向沿海经济发达地区挤入，向轻型化方向发展，向非生产性倾斜，向项目小型化进军的倾向，使关系到国民经济长期发展目标的投资不足，各地则借“充分发展各自优势”之机重复投资。

形成上述原因的责任显然不应是中央银行完全承担的，而与整个经济体制密切相关。众所周知，投资的宏观管理需要财政与银行共同协调，中央银行能控制的只是投资中的内生因素。但是，中央银行仍负有相当的责任，包括直接责任和间接责任：第一，中央银行的货币政策调节缺乏稳定性。我国的货币政策一向对投资冲动或“纵”或“擒”，先不该“纵”地“纵”，后不该“擒”地“擒”，两端摇摆，难以适中，货币投放一失控就紧缩，一紧缩必砍投资，砍投资则“一刀切”。这种不考虑我国长期以来的经济历史背景，只看到某部门投

资需求膨胀,而不加区别地一律紧缩投资,势必影响我国经济的发展,特别是关系到长期发展重点投资。第二,中央银行对投资主体的经济宏观约束不力。投资主体多元化本是实现投资宏观调控的必要条件,然而,中央银行对专业银行、各种投资公司、信托公司及其他金融机构和半金融机构的最大贷款规模冲动,与企业不可遏制的投资需求掺合在一起,造成的名义投资膨胀行为,没能采取有效措施。第三,对消费需求调节不够。消费膨胀是名义投资膨胀的一个重要原因,而我国中央银行没有相应的集资手段使闲散于社会的大量消费资金转化为投资。

上述问题表明,我国中央银行在投资的宏观管理参与上需要有健全的、完善的机制。但是,这种机制的确立需要过程,需要结合我国的经济大背景和改革的进程,我国中央银行在这方面的改革可以接照近期的措施和远期的模式加以构想。

三、我国中央银行影响投资的近期措施

我们知道,投资具有二重性:保证社会生产正常进行,促进国民经济发展;提供投资者获取最大利润的机会。前者是中央银行的货币政策的根本目标,后者是中央银行调节投资需求的关键——利益导向的制控钮。投资的二重性是商品经济条件下存在的矛盾统一,中央银行必须善于抓住投资者追求利益这一调节缰绳,对投资者进行调节,把投资导向国民经济战略目标。

为把投资主体追逐最大利润的投资行为导向国民经济的战略目标,要解决中央银行外部的几个问题。

第一,发展和培育投资主体。投资主体包括政府、企业和个人。发展和培育投资主体就是要使投资主体多元化,投资主体责权利均衡化,和自我投资意识的强化。投资主体多元化要求打破单纯国家统一投资的局面。各企业、个人也参与投资。这是实现竞争,以经济手段宏观调控的根本前提。我国现阶段已有这种趋向,但多数大型的工程项目仍旧以政府为主、投资主体责权利均衡化是加强自我投资意识的前提,也是中央银行实施价值调节投资行为的必要条件。它要求投资者自行决策、自担风险、自负盈亏。自我投资意识强化则要求投资者扩大投资资金来源,鼓励一部分人把消费资金节余下来,投入扩大再生产,使投资者注重投资效益,尽可能以最小的投入获得最大的产出。

第二,投资供给型调节向投资需求型调节彻底转化。也就是把投资主体的利益放在调控位置,在利益调控的基础上,让投资者自己作出合乎整体发展需要的投资抉择,选择投资方向和投资时间。而不是依靠外部力量来指挥经济主体的投资行为,直接控制投资指标和投资供给(投资物资)。完成这一转化,将极大提高投资的经济效益。

第三,建立和完善长期资金市场。这是投资改革的重大任务,既是实现投资的微观调节的必要条件,又是发挥宏观间接调控作用的主要途径。由于投资主体多元化,资产所有权分散,有限的资金分别由众多的企业、个人所持有,从而与大生产的集中要求产生矛盾,妨碍规模经济发展。长期资金市场上股票、长期债券等基本融资形式是统一两者的溶合剂,国家对投资规模的控制、投资结构的调整,有可能通过建立在金融市场基础上的宏观调控体系来进行。

在上述环境下中央银行对投资的调控是从调节专业银行和其他金融机构、进行公开市场操作入手,进而调节投资总量、方向,形成二级调节机制。根据投资调控中生产的整体配套

性和整体协调性原则、技术结构优化和技术进步原则、集约化原则等，中央银行对各金融机构进行利益调整，使之在全面衡量经济利益后自愿接受调节意图。在此，中央银行，主要运用利率政策，通过利率导向功能，即利率变动影响投资流量和流向的作用，以及在公开市场上影响债券利率、股价的功能，进行投资引导，从而调整投资结构，达到供求平衡、资金有效配置和使用。

具体说中央银行至少可采用以下四种方式：（一）对在长期贷款上优惠重点产业、企业的银行和其他金融机构，授予其发行金融债券的特权，并承购其中的部分债券作为补偿；（二）根据不同的票据实行不同的贴现率和再贷款利率。（三）有差别地买卖各产业、企业的债券，藉以指导债券的市场价格形成，市场价格评价债券品质，引导市场资金的流向；（四）有目的地调节股票收益率，买入重点产业、企业以低收益率发行的股票，增强该产业、企业的股票地位，吸引社会各方面投资。这样做，基本上可以使金融机构按产业政策的要求实行差别利率和收益率，指导投资者按利润大小投资。

鉴于我国目前的情况，还要注意：由于一方面，人均收入低，又无足够的信用工具将个人所支配的收入转化为生产性积累，个人收入主要还用于消费；另一方面，企业留利少，自我积累投资能力低。因此，在长期资金市场上仍然是以银行为主要的资金供应者、投资企业为借款人的一边倒局面，投资资金的供需缺口很大。如果中央银行因优惠某些产业、企业而超过货币需要量扩大投资需求，则不利于经济稳定之虞。所以，中央银行只能根据国家投资计划的长远安排控制资金规模，尽可能优化使用有限的资金，中央银行宏观调节投资本身不能增加资金供给。

四、我国中央银行影响投资的远期模式

我国长期以来分配结构扭曲，对投资主体调控无力，中央银行有必要根据产业政策的要求在调节资金结构上起直接作用。但是，投资的结构性调节并不完全是市场调节，它含有非市场因素在内。只有由于货币供应量增加所引起的社会总需求的增加，在量上超过了按现行价格可能得到的潜在生产要素的供给、而引起的物价水平的普遍上涨，才是中央银行的直接责任。也就是说，投资需求是否合理并不是中央银行的货币政策一定能直接关联到的，中央银行的宏观调控只能创造一个比较理想的货币金融环境。因此，我国中央银行影响投资的远期模式是：通过经济内生因素货币，运用市场调节，实行投资良性循环：储蓄存款增加，使得投资增长；投资增长，增强企业生产能力，增殖利润，增加收入；增加收入，又可以增加个人储蓄和企业存款……

实现投资的良性循环，必须使投资者对投资成本有灵敏的反应，关键取决于市场的灵活性。就传导方式而言，国家在总体规划下不必干涉投资的具体供给和结构需求，而由中央银行运用货币政策工具调节资金需求，达到计划的目的；就金融市场行为而言，既要允许投资者自由变换各种资产形式，又要允许投资者依据资金价格选择投资数量和方向，中央银行则试图积极影响资金的一般价格。至于中央银行如何影响资金价格？比较有效的是利率政策。这里的“利率政策”不同于上面近期措施中提到的“利率政策”，它并不按计划的投资结构制定差别利率，而是按市场的投资需求总量制定利率，影响的是需求总量，结构性调整则主要让位于市场调节。